

宏观点评 20210730

重提“跨周期调节”，7月政治局会议有何深意？

2021年07月30日

观点

- 时隔一年，7月政治局会议再提“跨周期调节”。这无疑是此次会议在内容上的最大看点。我们注意到在2020年7月，“完善宏观调控跨周期设计和调节”首次出现在政治局会议的内容中。那么一年后中央重提这一说法，对下半年的经济工作有何深意？
- 7月政治局会议对当前经济形势的判断更多了几分谨慎。与4月政治局会议相比，有两点变化尤为值得关注，一是新增了“外部环境更趋复杂严峻”的判断；二是删除了此前“要用好稳增长压力较小的窗口期”的论述（表1）：
- “外部环境更趋复杂严峻”来自于疫情演变和大宗涨价的不确定性。尤其是大宗商品价格的上涨，自4月政治局会议以来，新一轮的大宗涨价已经对国内中下游需求和中小企业盈利产生明显的冲击（图1）。正是在这一情势下，7月政治局首提“做好大宗商品保供稳价工作”，并且要求“纠正运动式‘减碳’”。
- “稳增长压力较小的窗口期”已经关闭。4月政治局会议后，政府在房地产、互联网安全、教育培训领域进行了一系列的严监管，践行了“要用好稳增长压力较小的窗口期”，旨在推进“十四五”的长期战略。但这些严监管措施也增加了行业的下行压力，尤其是那些尚未恢复至疫情前水平的服务业行业（图2）。而随着“稳增长压力较小的窗口期”的关闭，行业层面的“严监管”将在边际上有所缓和。
- 鉴于此，下半年的经济工作将更注重实现稳增长和防风险长期均衡，这也是去年首提“跨周期调节”时的核心要义。
- 注重跨周期，财政政策不急发力。今年上半年财政发力不足（图3），会议提到要合理把握进度，“推动今年底明年年初形成实物工作量”，这很可能意味着今年下半年财政不急着力，基建对于经济的拉动作用可能有限。财政或在明年发挥更加积极的托底作用。
- 中小企业是薄弱环节，货币政策仍需结构性发力。下半年经济增速放缓、大宗商品压力仍存，中小企业的经营面临较大困难（图4），稳健的货币政策“助力中小企业和困难行业持续恢复”的着力点仍在于降低融资成本。预计下半年央行会使用定向工具支持中小微企业贷款，同时为了达到降成本的效果，可能采用压缩加点的方式下调LPR利率（图5）。
- “三稳”再现，房地产调控加码放缓。自去年8月以来，高层持续加码对房地产的调控，“五条红线”、集中供地、收紧按揭等政策下，房地产贷款不断降速，房企资金压力越来越大（图6、图7）。本次会议重提“稳地价、稳房价、稳预期”，同样的措辞曾出现2019年12月中央经济工作会议上，当时实际GDP增速处于6%的低位而地产投资持续放缓。这可能意味着尽管房地产严监管的定调未变，但调控政策的加码将放缓。
- 我们认为，下半年国内整体政策环境相较上半年边际上更趋于友好，但是须警惕“更趋复杂严峻”的外部环境：美联储收紧货币政策导致的资本外流和汇率贬值压力，全球通胀带来的输入性冲击，疫情反复和地缘政治关系对于全球供应链的不利影响。
- 风险提示：疫情卷土重来，全球经济二次衰退；经济超预期复苏，政策提前收紧

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210728：美联储用嘴 Taper 如何影响美债利率？》2021-07-28

2、《宏观点评 20210727：工业盈利的结构不均衡有好转吗？》2021-07-27

3、《宏观点评 20210722：美国的供应短缺何时可以缓解？》2021-07-22

4、《宏观点评 20210720：大宗商品为何暴跌？东吴宏观为您复盘 50 年价格走势》2021-07-20

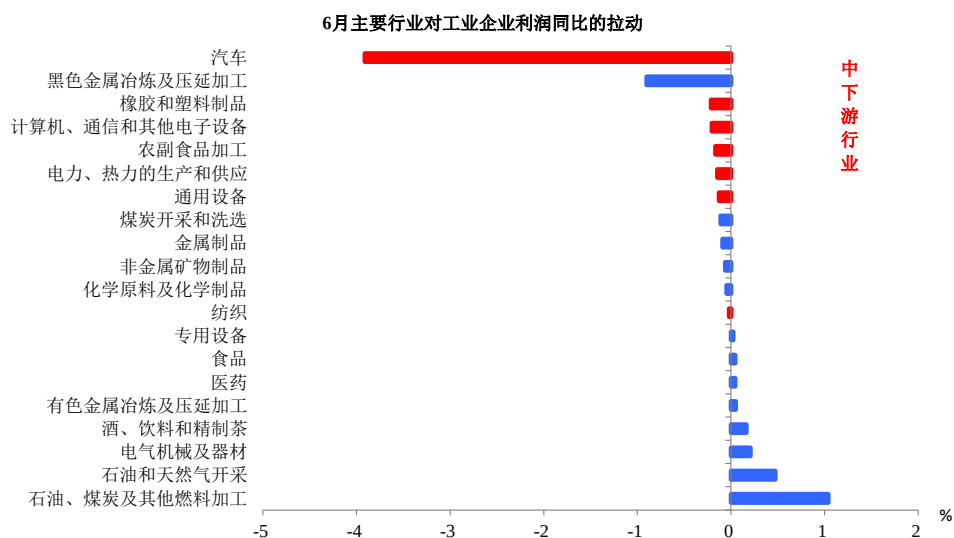
5、《宏观点评 20210715：不算差的 6 月经济数据与全面降准相矛盾吗？》2021-07-15

表 1: 2021 年 7 月和 4 月中共中央政治局会议核心内容比较

2021 年 7 月		
本次会议 首提说法		
★做好大宗商品保供稳价工作 ★开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业 ★挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展 ★尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破		
当前经济形势	当前重点任务	宏观政策
当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展， <u>加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系</u> ，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资。	做好 宏观政策跨周期调节 ，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性， <u>统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间</u> 。
财政政策	货币政策	防范风险
积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线， <u>合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量</u> 。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力 <u>中小企业和困难行业持续恢复</u> 。	防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制， <u>完善企业境外上市监管制度</u> 。
2021 年 4 月		
当前经济形势	当前重点任务	宏观政策
辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。	用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。坚持稳中求进工作总基调， <u>保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡</u> 。	宏观政策：保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。 财政： <u>积极的财政政策要落实落细</u> ，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。 货币： <u>稳健的货币政策要保持流动性合理充裕</u> ，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。
房地产	改革开放	疫情防控
坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <u>增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价</u> 。	推进改革开放，深入实施国企改革三年行动方案，优化民营经济发展环境，加快建设各类高水平开放平台，推动共建“一带一路”高质量发展。	始终绷紧疫情防控这根弦，坚持外防输入、内防反弹，抓好疫苗接种，推进疫情国际联防联控。

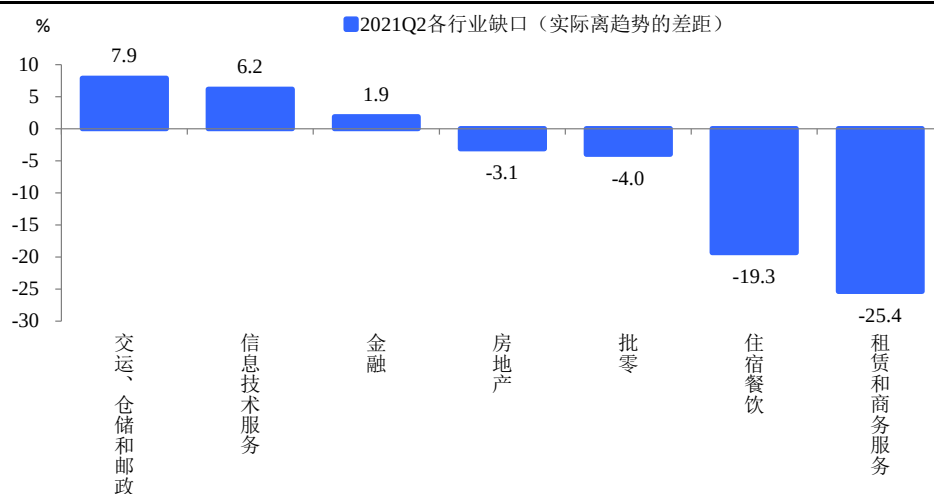
数据来源：新华社，东吴证券研究所

图 1：中下游企业盈利仍面临较大困难



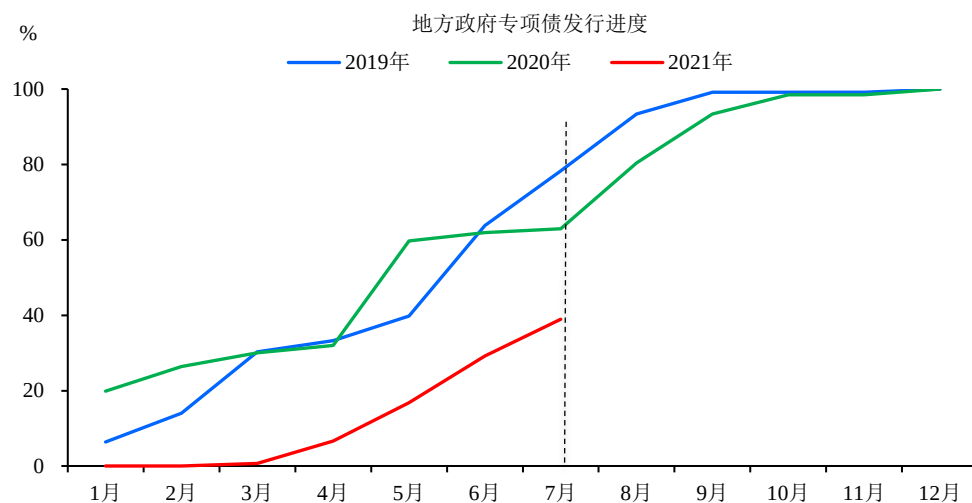
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：服务业中的租赁和商务服务业、住宿餐饮业等较趋势水平仍存较大缺口



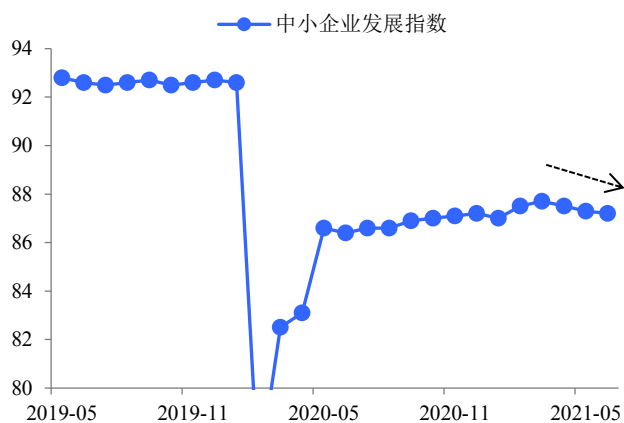
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：今年专项债发行之后导致财政发力不足



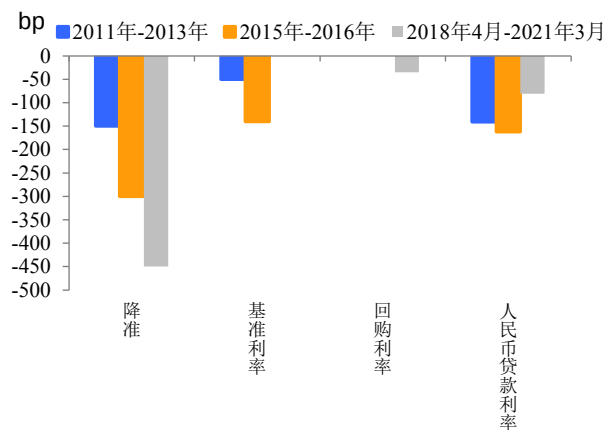
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中小企业压力持续上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

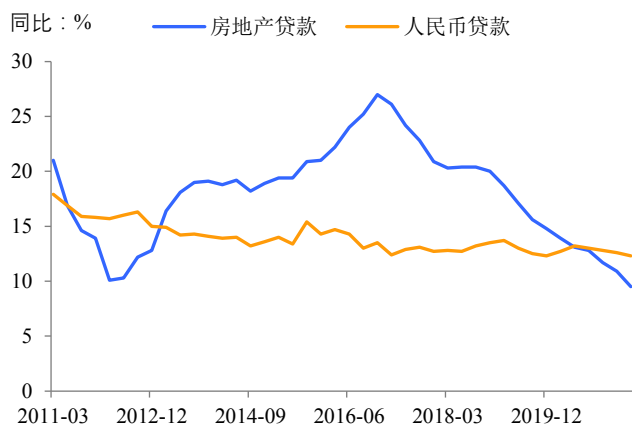
图 5：降准降息对贷款利率的传导越来越低



注：基准利率选取的是1至3年贷款基准利率。人民币贷款利率指的是人民币贷款加权平均利率

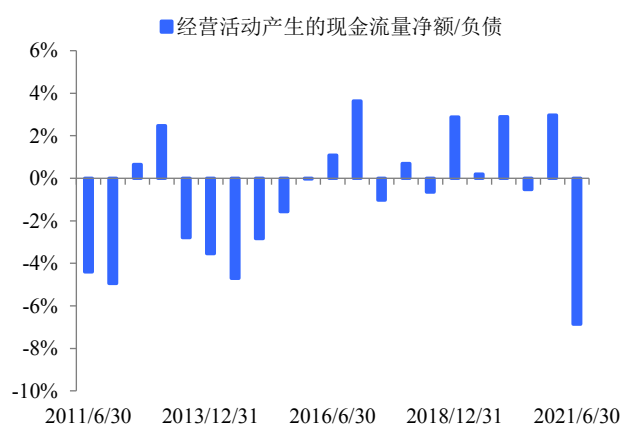
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 房地产贷款增速持续下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 上市房地产开发企业现金流压力较大



注：为了剔除数据扰动，我们主要选取房地产开发行业中报和年报中的数据。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24633

